
Innovation Management and Operational Strategies

Paper Type: Original Article



The Effect of Stock Liquidity on Company's Future Investment: A Study of the Iranian Capital Market

Zahra Nadafi*[1], Mohammd Reza Pourali[2]

[1]Department of Financial Management, Ayandegan Institute of Higher Education, Tonekabon, Iran.
[2]Department of Accounting, Chalus Beranch, Islamic Azad University, Chalus, Iran.

Citation:



Nadafi, Z. & Pourali, M. R. (2020). The effect of stock liquidity on company's future investment: a study of the Iranian capital market. *Innovation management and operational strategies*, *1*(3), 269-283.

Received: 10/09/2020	Reviewed: 31/10/2020	Revised: 16/11/2020	Accept: 09/12/2020

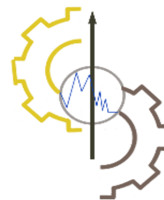
Abstract

Purpose: The purpose of this study was to measure the impact of stock liquidity on future investment in companies listed in the Tehran Stock Exchange.
Methodology: For this purpose, 95 companies during the period 2012-2019 were selected as the sample size of the study. The research method is descriptive-correlation and multiple regression using panel-data method has been used to estimate the regression model with panel data and for analysis.
Findings: The results of this study showed that stock liquidity has a negative and significant effect on the company's future investment. The results show that there is no significant difference between stock liquidity and corporate future investment in large and small companies as well as companies with information symmetry and information asymmetry.
Originality/Value: This means that the size of companies and the speed of information dissemination in the market do not affect the relationship between stock liquidity and future investment and the market reacts to any information.
Keywords: Stock liquidity, Company future investment, Information asymmetry.

JEL Classificaton: E44, D82, P45.

*Corresponding Author
Email Address: zahranadafi11@gmail.com
 http://dorl.net/dor/20.1001.1.27831345.1399.1.3.5.8 https://doi.org/10.22105/imos.2021.272228.1031

http://www.journal-imos.ir
Innovation Management and Operational Strategies, Volume 1, Issue 3, Page: 269-283



مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی



نوع مقاله: پژوهشی

www.journal-imos.ir

تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها: مورد مطالعه بازار سرمایه ایران

زهرا ندافی[1،*]، محمدرضا پورعلی[2]

[1]گروه مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی آیندگان، تنکابن، ایران.

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس، چالوس، ایران.

مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، دوره ۱، شماره ۳، صفحه: ۲۶۹–۲۸۳

دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۲۰	بررسی: ۱۳۹۹/۰۸/۱۰	اصلاح: ۱۳۹۹/۰۸/۲۶	پذیرش: ۱۳۹۹/۰۹/۱۹

چکیده

هدف: هدف پژوهش حاضر سنجش تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

روش‌شناسی پژوهش: بدین منظور تعداد ۹۵ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۱– ۱۳۹۸ به‌عنوان حجم نمونه پژوهش انتخاب گردید. روش تحقیق توصیفی–همبستگی است و برای تخمین مدل رگرسیونی با داده‌های تابلویی و برای تجزیه‌وتحلیل از رگرسیون چندگانه به روش پانل–دیتا استفاده‌شده است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج نشان می‌دهد بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک و همچنین شرکت‌های دارای تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی تفاوت معناداری وجود ندارد.

اصالت/ارزش‌افزوده علمی: این بدان معنای است که اندازه شرکت‌ها و سرعت نشر اطلاعات در بازار بر ارتباط بین نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی مؤثر نیست و بازار به هرگونه از اطلاعات واکنش نشان می‌دهد.

کلیدواژه‌ها: نقدشوندگی سهام، سرمایه‌گذاری آتی شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی.

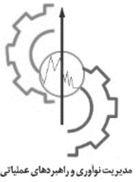
طبقه‌بندی JEL: E44، D82، P45.

* **نویسنده مسئول**

آدرس رایانامه:zahranadafi11@gmail.com

https://doi.org/10.22105/imos.2021.272228.1031

http://dorl.net/dor/20.1001.1.27831345.1399.1.3.5.8



۱ـ مقدمه

نقدشوندگی را می‌توان توانایی بازار در جذب حجم عظیمی از معاملات، بدون ایجاد نوسان بیش‌ازحد در قیمت تعریف کرد. یکی از ویژگی‌های اصلی بازارهای نقد[1] اندك بودن فاصلهٔ بین قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش است. همچنین نقدشوندگی موجب موفقیت در عرضه‌های عمومی سهام در بازارهای ثانویه می‌شود و موجب کاهش هزینه و ریسکِ پذیره نویسان[2] و بازارسازان[3] می‌شود. علاوه بر آن، هزینهٔ سرمایه از طریق کاهش دامنهٔ نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد؛ بنابراین، از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایهٔ نقد برای تخصیص کارای سرمایه ضروری است. این امر، هزینهٔ سرمایهٔ ناشران را نیز کاهش می‌دهد. از دیدگاه خرد، بازار سرمایهٔ نقد، امکان دسترسی به سرمایه‌گذاران مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را فراهم می‌آورد (الهی[4]، ۲۰۱۲).

در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به‌عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام‌برده می‌شود، به این معناست که در عین سادگی درك نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است. درواقع نقدشوندگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد با حداقل هزینه و درکمترین زمان که نقش و تأثیر حائز اهمیتی در جذابیت سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص درست منابع دارد. فقدان نقدشوندگی به معنای ریسك نقدشوندگی، ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد (کاظمی و حیدری[5]، ۲۰۱۳).

از این‌رو می‌توان بیان داشت اکثر سرمایه‌گذاران، سهام بسیار نقدشونده را بر سهام با سرعت نقدشوندگی پایین را ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی، صرفاً سهولت در خریدوفروش دارایی موردنظر است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام، می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام اشاره کرد. نیاز به درك و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش معامله‌گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری است (چانگ[6] و همکاران،۲۰۱۳). سرمایه‌گذاران در پی آنند تا در اقلامی از دارایی‌های ممکن سرمایه‌گذاری کنند که دارای مشخصات زیر باشد: ۱) بیشترین بازده، ۲) کمترین ریسک، ۳) بیشترین قدرت نقدشوندگی (چانگ و همکاران،۲۰۱۳؛ اوریهارا[7]، ۲۰۱۷).

هدف از سرمایه‌گذاری، قبل از هر چیز، افزایش ارزش و یا حداقل حفاظت از دارایی مالی است؛ بنابراین، به نظر می‌رسد، ارزیابی عملکرد سبد سهام برای سرمایه‌گذاران ازلحاظ نقدشوندگی مهم است، خواه یک فرد، به‌صورت انفرادی سبد سهام خود را بررسی کند و یا سبد سهام یک شرکت سرمایه‌گذاری را موردبررسی قرار دهد. ارتباط بین نقدشوندگی بازار سهام و تصمیمات شرکت‌ها در خصوص سرمایه‌گذاری موجب سردرگمی مداوم در ادبیات مالی شرکت‌ها می‌گردد. می‌توان ادعا کرد که چون هزینه سهام عاملی برای تنزیل جریان نقدی آتی است، منطقی می‌باشد که انتظار رود که کاهش هزینه سهام ناشی از افزایش نقدینگی سهام درنهایت موجب رشد سرمایه‌گذاری‌های آتی شود (آلحسن و ناکا[8]، ۲۰۲۰).

---

1 Cash Markets
2 Risks to acceptors
3 Marketers
4 Elahi
5 Kazemi & Heydari
6 Chung
7 Orihara
8 Alhassan & Naka

آمیهود و مندلسون[1] (۱۹۸۶) معتقدند که نقدشوندگی تأثیر مثبتی در سرمایه‌گذاری بازار دارد و استدلال می‌کنند که وقتی نقدشوندگی بالا باشد، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد، درنتیجه نرخ پایین‌تری برای تنزیل سرمایه‌گذاری‌های جدید استفاده می‌شود (محمدزاده سالطه[2] و همکاران، ۲۰۲۰). همچنین سهامی که از نقدشوندگی خوبی برخوردار باشد موردتوجه متقاضیان بازار سرمایه است. شرکت‌ها نیز برای کسب منابع مالی موردنظر خود توجه ویژه‌ای به بازار سرمایه دارند. تأمین منابع مالی موردنیاز برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صورتی مقرون‌به‌صرفه و مؤثر است که سهام شرکت، تقاضای فراوانی داشته باشد (ستایش و همکاران[3]، ۲۰۱۱). از طرفی نقدشوندگی سهام دارای اثر بازخورد بر ارزش شرکت است که با کاهش هزینه سرمایه بر سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت‌ها مؤثر می‌باشد (حسینی نیا و قنبری[4]،۲۰۱۶) و دارای رابطه مثبت و معناداری با مدیریت سود می‌باشد (اوزکایا[5]، ۲۰۲۱). یوباه و آگییه[6] (۲۰۱۲) دریافتند که بین سودآوری و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (پورعلی و همکاران[7]، ۲۰۱۳)؛ بنابراین با توجه آنچه مطرح‌شده است، در این پژوهش سعی می‌شود که به این سؤال پاسخ دهد که آیا نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها تأثیر دارد؟

۲ـ مبانی نظری پژوهش

۱ـ۲ـ نقدشوندگی[8]

بازارهای سرمایه به‌منظور تخصیص بهینه منابع و درنتیجه افزایش رفاه جامعه ایجادشده‌اند. ویژگی‌های اصلی بازارهای مالی جهت تحقق این هدف شامل ۱ـ حضور مؤسساتی که قدرت جلوگیری از تقلب و سوءاستفاده را داشته باشند ۲ـ وجود ابزارهای مالی متعدد و متنوع که بازار و توزیع ریسک را تکمیل کند و ۳ـ بازاری که بتوان در آن دارایی‌ها را در کمترین زمان و هزینه ممکن معامله کرد می‌باشد. بنابراین یکی از اصلی‌ترین کارکردهای بازار سرمایه، تأمین نقدشوندگی است. تئوری‌های جدید پیش‌بینی می‌کنند که هم میزان نقدشوندگی و هم ریسک نقدشوندگی در بازار قیمت‌گذاری می‌گردد (ابزری و همکاران[9]، ۲۰۱٤).

موضوع نقدشوندگی در سال‌های اخیر توجه زیادی را در مطالعات دانشگاهی و همچنین در نشریات مهم به خود معطوف نموده است. نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از «قابلیت خریدوفروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن». براساس تعریف، نقدشوندگی در صورت عدم حضور هزینه‌های معاملاتی[10] به تحقق می‌پیوندد. هزینه‌های معاملاتی به دو دسته آشکار و ضمنی تقسیم می‌شوند. هزینه‌های آشکار شامل کارمزدهای کارگزاران و مالیات است که عموماً به‌راحتی قابل‌اندازه‌گیری‌اند. اما هزینه‌های ضمنی شامل هزینه عدم دسترسی آسان به اطلاعات صحیح و کامل، هزینه‌های جستجو، عدم کارایی تکنولوژیک، تفاوت بین عرضه و تقاضا، رقابت ناقص و عوامل دیگر می‌باشد. بنا بر تئوری بازار کارا، یکی از خصوصیت‌های بازارهای کارا و ایده‌ال عدم وجود هزینه‌های معاملاتی و درنتیجه قابلیت نقدشوندگی بالاست. حسابداری یکی از منابع اطلاعاتی است (ایمنی[11]، ۲۰۲۰) که می‌تواند با ارائه اطلاعات مربوط و

---

[1] Amihud & Mendelson
[2] Jiang
[3] Setayesh et al.
[4] HosseiniNia & Ghanbari
[5] Özkaya
[6] Yeboah & Agyei
[7] Pourali et al.
[8] Liquidity
[9] Abzari et al.
[10] Trading Cost
[11] Imeni

قابل‌اتکا ناکارایی اطلاعاتی بازار را کمتر کرده و از این طریق بر بهبود نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد. لذا نقدشوندگی سهام می‌تواند به‌عنوان معیاری برای کارایی بازار به‌خصوص به لحاظ اطلاعاتی مطرح شود و به شکل گسترده در بررسی عوامل مؤثر بر ارائه اطلاعات مفید بکار گرفته شود. می‌دانیم که محتوای اطلاعاتی را از طریق واکنش بازار می‌سنجند. به‌طورکلی در بازارها شاهد دو نوع واکنش نسبت به اطلاعات هستیم. اولین واکنش، اثر قیمتی اطلاعات بر اوراق بهادار است. بانرجی[1] (۱۹۹۲) دریافت که سرمایه‌گذاران بازار سهام اطلاعات خود را نادیده می‌گیرند و بر اساس استراتژی دیگران تصمیم می‌گیرند (لرگانی و همکاران[2]، ۲۰۱۳) که اکثر تحقیقات حسابداری به بررسی این واکنش نسبت به اطلاعات حسابداری پرداخته‌اند؛ اما بازار به‌صورت اثر حجمی نیز نسبت به اطلاعات واکنش نشان می‌دهد. این واکنش به‌صورت افزایش یا کاهش در عرضه تقاضا یا میزان خریدوفروش سهام مشاهده می‌گردد که ممکن است همراه یا بدون تغییر در قیمت سهم به وقوع بپیوندد. این اثر در شاخص‌های نقدشوندگی نمایان می‌گردد و تاکنون کمتر موردتوجه و استفاده محققان حسابداری قرارگرفته است. نقدشوندگی نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند و معیاری برای کارایی بازار به‌خصوص به لحاظ اطلاعاتی است. علاوه بر جنبه تئوری به لحاظ عملی و با توجه به واقعیت‌های موجود همانند پدیده صف‌های خریدوفروش و مشکلات بسیار دیگر، توجه به نقدشوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد. افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب تقسیم هر چه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه‌های سبدگردانی و انگیزش بیشتر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی آنان شود. مطالعات نشان می‌دهد که هزینه معاملات در بازارهای امریکا به لحاظ اقتصادی بااهمیت بوده است (اسلامی و هنردوست[3]،۲۰۱٦).

نقدشوندگی به‌خصوص پس از وقوع بحران جهانی و سقوط بازارهای مالی اهمیت ویژه‌ای یافته است و برای بازار سرمایه ایران نیز مهم می‌باشد. پدیده صف‌های خریدوفروش بیانگر وجود مشکلات نقدشوندگی در بازار ایران است. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند. تعداد بسیاری از تحقیقات به تأثیرات نقدشوندگی بر بازده مورد انتظار پرداخته‌اند (به‌عنوان‌مثال از آخرین تحقیقات می‌توان به آمیهود[4] و همکاران (۲۰۰۵) و ایزلی و اهرا[5] (۲۰۰٤) اشاره کرد). با توجه به اهمیت نقدشوندگی شناخت در مورد عوامل مؤثر بر آن می‌تواند در بهبود آن یاری بخش باشد. نقدشوندگی به‌عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده بازده دارایی‌ها اولین بار توسط کینز[6] (۱۹۳۰) مطرح شد. او بیان کرد که یک دارایی زمانی نسبت به دارایی دیگر نقدشوندگی بیشتری دارد که بتوان آن را در کوتاه‌ترین زمان ممکن و بدون تحمل زیان تبدیل نمود. فرناندز[7] (۱۹۹۹) عنوان می‌کند که نقدشوندگی قابل‌اندازه‌گیری به‌وسیله یک معیار مطلق نیست. بلکه باید آن را در مقیاسی ارزیابی نمود که عناصر کلیدی مفهوم نقدشوندگی چون حجم، زمان و هزینه‌های معاملاتی را در برگیرد (نوبهار[8]، ۲۰۰۹).

شوشن زو (۲۰۰۳) درمطالعات خود توانسته است بین این دو مفهوم رابطه‌ای را شناسایی کند. به نظر او رابطه تئوریک بین این دو نوع نقدشوندگی در نگاه اول مشخص نمی‌شود. او در مدل پیشنهادی خود عدم تقارن اطلاعاتی را رابط بین این دو مفهوم معرفی می‌کند. به این صورت که نقدشوندگی پایین دارایی‌های شرکت منجر به کم شدن قابلیت تبدیل آن‌ها به دارایی‌های دیگر توسط مدیر می‌شود. عدم‌انعطاف‌پذیری دارایی‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی

---

[1] Banerjee
[2] Largani et al.
[3] Aslami & Honardust
[4] Amihud
[5] Easley & Ohara
[6] Keynes
[7] Fernandez
[8] Nobahar

منتهی شده که این امر منجر به نقدشوندگی بالای سهم می‌گردد. برای مدیران شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدشونده کمتری دارند، مشکل است که این دارایی‌ها را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از دارایی‌های شرکت که قابلیت تبدیل به نقدشدن کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقدشدن بالا نباشند، این دارایی‌ها باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. هزینه‌های نمایندگی کمتر برای سهامداران به معنی بیشتر بودن نسبت سود تقسیمی و یا سود سرمایه‌ای می‌باشد. به بیان دیگر سهامداران باید سهم را در بازار خریداری کنند و برای شناسایی سود سرمایه‌ای باید سهم را در بازار به فروش برسانند. یعنی هزینه‌های نمایندگی کمتر باید از طریق معامله شناسایی شود و سود به سهامداران منتقل گردد. نقدشوندگی بالای سهم به سهامداران در کسب سود بیشتر در نتیجه پایین بودن هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. همچنین مسئله جایگزینی کمتر و به طبع آن سرمایه‌گذاری کمتر همراه به هزینه‌های نمایندگی پایین می‌تواند به معنی عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بین مدیران و افراد درونی شرکت و سرمایه‌گذاران بیرونی باشد (احمدپور و باغبان[1]، ۲۰۱۵).

۲ـ۲ـ معیارهای نقدشوندگی

نقدشوندگی یک متغیر ملموس و قابل‌مشاهده نمی‌باشد بااین‌وجود برای مطالعه و بررسی تأثیر نقدشوندگی بر روی قیمت بازار سهام می‌بایست نقدشوندگی در قالب عبارات کمی بیان شود. اکتین و وین[2] (۱۹۹۷) بیان می‌کنند حدود ٦٨ معیار اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار وجود دارد که در مقالات مختلف به کار گرفته شده است. این موضوع نشان‌دهنده عدم توافق در مورد بهترین معیار برای استفاده می‌باشد. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار سهام را در یک طیف از معیارهای مبتنی بر سفارشات سهام[3] تا معیارهای مبتنی بر معاملات سهام[4] قرار داد (عباسی و رجب‌پور[5]، ۲۰۱۳).

۲ـ۲ـ۱ـ معیارهای مبتنی بر سفارشات سهام

این دسته از معیارهای نقدشوندگی بازار، مستقیماً هزینه‌های مربوط به معامله سهام همچون حق‌الزحمه کارگزاران، تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش، اثر بازار، هزینه‌های جستجو و غیره را اندازه‌گیری می‌کنند. یکی از نقایص اصلی این گروه از معیارهای نقدشوندگی بازار این است که درصورتی‌که معاملات سهام در قیمت‌هایی متفاوت و یا حتی خارج از قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش به انجام برسد در آن صورت قیمت سهام در پایان روز معاملات[6] نیز از قیمت‌های پیشنهادی خرید یا فروش انحراف پیدا خواهد کرد. علاوه بر این قیمت‌های پیشنهادی خرید یا فروش همیشه در تمامی بازارها و برای همه دوره‌های زمانی آماده و در دسترس نمی‌باشد (چائوهان[7] و همکاران،۲۰۱۷).

۲ـ۲ـ۲ـ معیار تفاوت قیمت پیشنهادی خریدوفروش

سرمایه‌گذاران دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی سهام، صرفاً سهولت در خریدوفروش سهام موردنظر است. از مهم‌ترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام اشاره کرد. برخی دیگر از عوامل مربوط

---

[1] Ahmadpour & Baghban
[2] Aitken & Winn
[3] Order – based Measures
[4] Trade – based Measures
[5] Abbasi & Rajabpour
[6] Closing Price
[7] Chauhan

به نقدشوندگی سهام شامل تعداد سهام معامله‌شده در هر روز، ارزش سهام معامله‌شده روزانه، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید می‌باشد. نیاز به درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش معامله‌گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری می‌باشد. متغیر متعارف در تصمیم‌گیری در مورد دو حوزه، اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام می‌باشد. اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش بالاتر، موجب کاهش نقدشوندگی بازار سهام می‌گردد و بالعکس؛ بنابراین درک و اندازه‌گیری عوامل تعیین‌کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام در ارزیابی تناسب محصولات و ساختارهای مختلف بازار سرمایه بسیار مهم می‌باشد (حجازی و همکاران[1]، ۲۰۱۵).

۳ـ ۲ـ ۲ـ اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش

قیمت پیشنهادی خرید[2] بالاترین قیمتی است که توسط معامله‌گر برای خرید اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود و قیمت مورد درخواست فروش[3] پایین‌ترین قیمتی است که معامله گران حاضرند اوراق بهادار خود را به آن قیمت به فروش برسانند. به اختلاف بین قیمت پیشنهادی فروش سهام و قیمت پیشنهادی خرید سهام اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام می‌گویند؛ که به دو صورت محاسبه می‌گردد.

۱ـ اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش مطلق سهام

اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش مطلق سهام با استفاده از رابطه زیر که در پژوهش دمستز[4] در سال ۱۹٦۸ به کارگرفته‌شده است، به دست می‌آید.

$$ABS = AP_{it} - BP_{it}$$

۲ـ اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش نسبی سهام

اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش نسبی سهام با استفاده از رابطه زیر که در پژوهش آمیهود و مندلسون[5] در سال ۱۹٦۸ به کارگرفته‌شده است، به دست می‌آید.

$$RS = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{(AP_{it} + AP_{it})/2} \times 100$$

BA_{it}: اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش نسبی شرکت i در دوره t.

---

[1] Hejazi et al.
[2] Bid Price
[3] Ask Price
[4] Demsetz
[5] Amihud & Mendelson

AP_{it}: بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t.
BP_{it}: بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t (خجسته و تهرانی[۱]، ۲۰۱۷).



ـ مبنای نظری اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش اوراق بهادار

زمانی که اوراق بهادار انتشار می‌یابند به موجودیت خود در بازار ادامه می‌دهد تا بازخرید شود یا به سررسید پرداخت برسد؛ اما برخی دیگر از انواع اوراق بهادار را عده‌ای فروخته وعده‌ای دیگر آن را خریداری می‌کنند؛ بنابراین دو نوع بازار خواهیم داشت نوع اول بازاری است که برای تمام اوراق بهادار وجود دارد و نوع دوم، بازاری است که جریان خریدوفروش اوراق بهادار را در طی زمان پیگیری می‌کند

در یک بازار مالی سازمان‌یافته، نقش بازارسازان ایجاد جریان دوطرفه برای قیمت پیشنهادی خریدوفروش در تمام شرایط می‌باشد به‌طور خلاصه بازارسازها مسئولیت تنظیم بازار را بر عهده خواهند داشت و برای اجرای این وظیفه آنان باید موجودی مناسبی از اوراق بهادار را در اختیار داشته باشند تا بتوانند نوسانات قیمت‌ها را کنترل نمایند. نگهداری موجودی برای این افراد هزینه‌هایی در بر خواهد داشت که از طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش اوراق بهادار این هزینه‌ها را جبران می‌کنند. به بیان ریاضی می‌توان گفت که Q (pa-pb) درآمد بازارسازان می‌باشد (زمانی و فغانی[۲]، ۲۰۱۶).

۳ـ۲ـ ابعاد نقدشوندگی بازار

به‌طورکلی نقدشوندگی بازار به عمق، عرض (گستره)، انعطاف‌پذیری و همچنین سرعت معاملات در بازار بستگی دارد:

۱ـ عمق بازار[۳]: تأثیر معاملات با حجم زیاد بر قیمت

۲ـ عرض بازار[۴]: نسبتی از کل بازار است که درحرکت قیمتی صعودی یا نزولی بازار مشارکت دارد؛ به‌عبارت‌دیگر این معیار به میزان استحکام بازار بستگی دارد و بنابراین نشانگر هزینه تغییر موقعیت در بازار است. شاخص متداول اندازه‌گیری عرض بازار، فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خریدوفروش است؛ به‌عبارت‌دیگر در یک بازار نقد، به‌منظور جلوگیری از تغییرات شدید قیمت، باید فاصله مزبور به اندازه کافی کم باشد.

۳ـ انعطاف‌پذیری بازار[۵]: مدت‌زمانی است که پس از نوسان شدید قیمت باید طی شود تا بازار به حالت تعادل برسد. به‌طورمعمول این نوسانات در اثر انتشار اخبار (معمولاً اخبار منفی) یا معاملات با حجم بزرگ رخ می‌دهند. بازار انعطاف‌پذیر بازار توانمندی است که در آن قیمت‌ها در مدت‌زمان کوتاهی به میانگین یا مقدار منطقی خود باز می‌گردند.

۴ـ زمان: سرعتی که در آن معاملات توسط بازار جذب می‌شوند. در یک بازار نقد، معاملات با کمترین وقفه زمانی ممکن اجرا می‌شوند (نیکبخت و اسکندری[۶]، ۲۰۱۶).

---

[1] Khojasteh & Tehrani
[2] Zamani & Faghani
[3] Depth
[4] Breadth
[5] Resiliency
[6] Nikbakht & Eskandari

۳ـ نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری آتی

در هر بازار مالی، با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای گوناگونی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد. یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی‌ها است؛ زیرا برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است، به سرعت به منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری نیاز داشته باشند از این‌رو سرعت نقدشوندگی سهام نیز مربوط به استقبال انجام معامله در بورس اوراق بهادار از سوی سرمایه‌گذاران خواهد بود. این امر سبب می‌شود تا شرکت‌ها به منابع مالی گسترده‌تری دست یابند و بتوانند سرمایه‌گذاری‌های مناسبی را در آینده جهت کسب بازده بیشتر انجام دهند. مطالعات پیشین نشان داد که بین سرمایه‌گذاری آتی و جریان نقد آزاد، فروش‌ها، نگهداشت وجه‌نقد و فرصت‌های آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در مقابل اهرم مالی دارای رابطه منفی می‌باشد (آلحسن و ناکا، ۲۰۲۰).



۴ـ پیشینه پژوهش

کاظمی و حیدری (۲۰۱۳)، تحقیقی با عنوان رابطه بین نقد شوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین نقد شوندگی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و بین نقد شوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهامداران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

ابزری و همکاران (۲۰۱٤)، در پژوهشی اثر نقدشوندگی بر بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با روشی ترکیبی جهت پوشش ابعاد مختلف نقدشوندگی در قالب یک سنجه واحد، اثر نقدشوندگی بر بازده سهام را مطالعه کردند. نتایج نشان داد که نقدشوندگی در قالب الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، مازاد بازده سهام را به‌طور مثبتی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

حسینی نیا و قنبری (۲۰۱٦)، تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین محدودیت مالی و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین محدودیت مالی و نقدشوندگی سهام یک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فروغ نژاد و همکاران[1] (۲۰۱٦)، در پژوهشی با عنوان نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. در این پژوهش، برای کمی سازی نقدشوندگی سهام از سه معیار نسبت حجم معاملات سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام و نسبت نقدشوندگی آمیهود استفاده شده است. در این راستا، نمونه‌ای متشکل از ۱۱۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ انتخاب گردید و برای آزمون آن‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده گردید. یافته‌های تجربی حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار و مثبت نقدشوندگی سهام بر کارایی سرمایه‌گذاری ازلحاظ آماری تائید می‌شود.

قدیری مقدم و همکاران[2] (۲۰۱٦)، پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاری و نقد شوندگی بازار سهام در سطوح مختلف فرصت‌ها و بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. حجم جامعه آماری شامل ۱۰۳ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹٤ انتخاب گردید و برای آزمون آن‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده گردید. نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل

---

[1] Foroughnejad
[2] Gadiri Moghadam

داده‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۱۹٪ نشان می‌دهد با در نظر گرفتن سطوح مختلف بحران و فرصت‌های مالی رابطه مثبت و معنی‌داری بین سرمایه‌گذاری و نقد شوندگی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

لوکیل[1] (۲۰۱۵)، تحقیقی با عنوان نقدشوندگی سهام، قیمت بازخورد و نقدشوندگی دارایی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تونس انجام داد. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تونس در بازه زمانی ۱۹۹۹ لغایت ۲۰۱۰ انجام شده است. نتایج تجربی تأیید می‌کند که نقدشوندگی بورس سهام نقش مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد.

ژی‌یوانگ[2] (۲۰۱٦)، تحقیقی با عنوان رابطه نقدشوندگی سهام با سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین انجام داد. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکت با نقدشوندگی سهام رابطه مثبت دارد. علاوه بر این، محدودیت مالی، رشد شرکت و ریسک بر رابطه بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، نقدشوندگی سهام می‌تواند به شرکت کمک کند تا از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر استفاده شود.

کانگ[3] و همکاران (۲۰۱۷)، تحقیقی با عنوان نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها: شواهدی در مورد تأثیر قیمت تجارت انجام دادند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به نقدشوندگی سهام کمک می‌کند. این مطالعه یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری غیرعادی شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام در سطح مقطعی را نشان می‌دهد.

الحسن و ناکا (۲۰۲۰)، تحقیقی با عنوان نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها: شواهدی از بازارهای نوظهور انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که بین سرمایه‌گذاری‌های آتی شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام رابطه مثبتی وجود دارد.

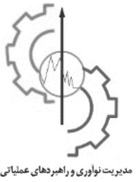
۵- روش پژوهش

این پژوهش از حیث روش توصیفی و از نظر هدف، کاربردی بوده و داده‌های مورد نیاز آن از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. کلیه اطلاعات مالی مورد استفاده در این پژوهش از صورت‌های مالی منتشر شده شرکت‌ها در فزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز بدست آمده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۸ براساس شرایط زیر تعداد ۹۵ شرکت (۷٦۰ سال_شرکت) می‌باشد.

- شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده‌اند.
- شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند.
- شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند.
- شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها).
- شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است.
- شرکت‌هایی که اطلاعات آن ها برای بدست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبود.

---

[1] Loukil
[2] Xiong
[3] Kang



۶ـ فرضیه، متغیرها و مدل پژوهش

فرضیه این پژوهش مبنی بر اینکه بین نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. براساس مدل الحسن و ناکا (۲۰۲۰) مورد آزمون قرار گرفت:

$$\frac{I_{i,t+1}}{TA_{i,t}} = \alpha_i + \beta_1 Liquidity_{i,t} + \beta_2 \frac{FCF_{i,t+1}}{TA_{i,t}} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 Sales_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Q_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \qquad (۱)$$

که در رابطه (۱) $I_{i,t+1}$ نشان دهنده مخارج سرمایه‌ای است که از تفاوت دارایی‌های ثابت سال جاری و سال قبل تقسیم بر کل دارایی‌ها (TA) حاصل شده است.

همچنین برای سنجش نقدشوندگی (Liquidity) از شاخص اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است که از رابطه (۲) حاصل می‌گردد:

$$Liquidity_{i,t} = \frac{(Ask\ Price - Bid\ Price)_{i,t}}{\frac{(Ask\ Price + Bid\ Price)_{i,t}}{2}}. \qquad (۲)$$

که AP برابر میانگین بهترین قیمت پیشنهادي فروش سهام و AB برابر میانگین بهترین قیمت پیشنهادي خرید سهام. همچنین $FCF_{i,t+1}$ برابر سودعملیاتی منهای سود نقدی تقسیم بر کل دارایی‌ها حاصل می‌گردد. اهرم مالی (Leverage) برابر تقسیم کل بدهی بر کل دارایی‌ها. نسبت فروش (Sales) که از تقسیم کل فروش بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید. نگهداشت وجه‌نقد (Cash) از تقسیم مجموع نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها (صمدی‌لرگانی و ایمنی[1]، ۲۰۱۳). شاخص کیوتوبین (Q) از مجموع ارزش بازار سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر کل ارزش دفتری دارایی‌ها حاصل می‌گردد.

۷ـ یافته‌های پژوهش

۷ـ ۱ـ آمار توصیفی داده‌ها

جدول ۱ آمار توصیفی داده‌ها را براساس شاخص‌های مرکزی نشان می‌دهد:

جدول ۱- نتایج آمار توصیفی.
Table 1- Descriptive statistics results.

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری آتی	$I_{i,t+1}/TA_{i,t}$	۰/۰۳۲۷	۰/۰۰۴۴	۰/۹۹۲۷	-۰/۴۸۲۳	۰/۱۵۵۱
نقدشوندگی	$Liquidity_{i,t+1}$	۰/۰۳۷۵	۰/۰۳۵۱	۰/۴۹۸۴	۰/۰۰۰۹	۰/۰۳۶۱
جریان نقد آزاد	$FCF_{i,t+1}/TA_{i,t}$	۰/۱۴۴۱	۰/۱۱۹۲	۰/۵۶۲۰	-۰/۳۱۴۴	۰/۱۴۱۲
اهرم مالی	Leverage	۰/۰۶۲۲	۰/۰۳۶۳	۰/۷۴۶۴	۰/۰۰۰۲	۰/۰۷۹۷
فروش	Sales	۰/۵۹۰۷	۰/۶۰۱۵	۱/۹۵۶۸	۰/۰۴۶۹	۰/۲۴۱۰

[1] Samadi Largani & Imeni

نگهداشت نقد	Cash	۰/۰۵۹۱	۰/۰۳۷۸	۰/۳۳۵۵	۰/۰۰۰۳	۰/۰۵۹۴
ارزش شرکت	Q	۲/۱۳۶۳	۱/۹۸۴۸	۳/۹۸۹۱	۱/۰۰۳۱	۰/۷۸۳۴

مطابق نتایج حاصل از جدول فوق می‌توان بیان داشت متوسط سرمایه‌گذاری آتی در شرکت‌های مورد مطالعه حدود ۳ درصد است. متوسط نقدشوندگی در جامعه مورد مطالعه برابر ۳/۷۵ درصد می‌باشد. میانگین جریان نقد آزاد و اهرم مالی برابر ۱۴ درصد و ۶ درصد بوده است. نسبت فروش به دارایی به طور میانگین ۶۰ درصد است و شرکت‌ها حدود ۶ درصد از وجه نقد خود را نگهداری می‌کنند. همچنین شاخص کیوتوبین که نشان دهنده ارزش شرکت‌ها است حدود ۲ برابر می‌باشد.

۷-۲- نتایج آزمون فرضیه پژوهش

نتایج آزمون فرضیه پژوهش براساس داده‌های ترکیبی و اثرات ثابت در جدول ۲ بیان شده است. لازم به ذکر است تمامی آزمون‌های پیش‌فرض رگرسیون انجام شده است که به‌علت محدودیت در متن اصلی بیان نشده است.

جدول ۲- نتایج آزمون فرضیه پژوهش مبتنی بر اثرات ثابت.
Table 2 - Test results of research hypothesis based on fixed effects.

نام متغیر	پیش‌بینی علامت	نماد متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
نقدشوندگی	+	LIQ	−۰/۱۵۱۶	۰/۰۸۲۳	−۱/۸۴۰۹	۰/۰۶۶۱
جریان نقد آزاد	+	FCF	۰/۲۴۱۲	۰/۰۷۳۳	۳/۲۸۸۱	۰/۰۰۱۱
اهرم مالی	−	LEV	۰/۲۱۰۵	۰/۰۵۲۷	۳/۹۹۴۱	۰/۰۰۰۱
فروش	+	SALE	۰/۰۵۶۹	۰/۰۱۶۷	۳/۳۹۳۴	۰/۰۰۰۷
نگهداشت وجه نقد	+	CASH	−۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۵۰	−۰/۸۴۷۰	۰/۳۹۷۳
ارزش شرکت	+	Q	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۸۶	۰/۸۳۳۴	۰/۴۰۴۹
عرض از مبداء		C	−۰/۱۶۸۶	۰/۰۴۱۱	−۴/۰۹۴۴	۰/۰۰۰۰
		۰/۳۳۵۱	R-squared	۶/۰۲۹۷	F statistic	
		۰/۲۷۳۹	Adj R-squared	۰/۰۰۸۷	Prob	

براساس نتایج جدول ۲ مقدار آماره توزیع F فیشر برابر ۶/۰۲۹۷ است و سطح معناداری آن نیز معادل (۰/۰۰۰) است که بیانگر معناداری کلی مدل پژوهش می‌باشد. نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۰ درصد نشان داد که بین نقدشوندگی رابطه منفی با سرمایه‌گذاری آتی وجود دارد و همچنین، جریان نقد آزاد، اهرم مالی و نسبت فروش با سرمایه‌گذاری آتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به بیانی فرضیه پژوهش در سطح ۹۰٪ مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد؛ یعنی با افزایش نقدشوندگی سبب کاهش سرمایه‌گذاری‌های آتی می‌شود. همچنین با افزایش جریان نقد آزاد، اهرم مالی و نسبت فروش سرمایه‌گذاری آتی افزایش خواهد یافت.

۷-۳- نتایج آزمون اضافی فرضیه پژوهش براساس شرکت‌های بزرگ و کوچک

براساس مبانی نظری شرکت‌های بزرگ و کوچک به‌علت داشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و دسترسی به بازارها جهت کسب سرمایه باهم متفاوت هستند (الحسن و ناکا، ۲۰۲۰)؛ لذا در این پژوهش در دو جامعه شرکت‌های بزرگ و کوچک فرضیه حاضر با استفاده از نرم‌افزار استاتا ۱۴ و آزمون پترنوستر مورد بررسی قرار می‌گیرد. لازم به توضیح است که شرکت‌ها بالای میانه لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌ها عدد ۱ یعنی بزرگ (۴۰۰ مشاهده) و عدد ۰ یعنی شرکت‌های کوچک (۳۶۰ مشاهده). نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که نقدشوندگی در بین شرکت‌های بزرگ و کوچک تفاوتی با هم ندارند. به بیانی تمامی شرکت‌های بزرگ و کوچک دغدغه نقدشوندگی را در بازار سرمایه دارند تا از این طریق بتوانند سرمایه‌های مورد نیاز خود را جهت سرمایه‌گذاری مناسب و با ارزش فعلی مثبت کسب نمایند.

جدول ۳- آزمون پترنوستر برای فضیه پژوهش در شرکت‌های بزرگ و کوچک.
Table 3- Paternoster test for large and small companies.

```
. di "T_liq="T_liq " pT_liq="pT_liq
T_liq=1.0695182 pT_liq=.28517847

. di "F_liq="F_liq " pF_liq="pF_liq
F_liq=1.1438693 pF_liq=.28517847
```

۷-۴- نتایج آزمون اضافی فرضیه پژوهش براساس عدم تقارن اطلاعاتی

مطابق مبانی نظری هرچقدر عدم تقان اطلاعاتی بین شرکت‌ها بالاتر باشد بر سرعت نقدشوندگی آن‌ها تأثیر می‌گذارد به بیانی عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر برابر با سرعت نقدشوندگی پایین‌تر؛ لذا در این پژوهش در دو جامعه شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین فرضیه حاضر با استفاده از نرم‌افزار استاتا ۱۴ و آزمون پترنوستر مورد بررسی قرار می‌گیرد.

در این پژوهش با استفاده از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MtB) درجه عدم تقارن اطلاعاتی را به دست آمد و هرچه نسبت بالاتر باشد، عدم تقارن اطلاعات نیز جدی‌تر است. از این‌رو نمونه به دو گروه تقسیم شد (عدم تقارن اطلاعاتی بالا و عدم تقارن اطلاعاتی کم). هنگامی که این نسبت برای شرکتی در صنعت خاص، بالاتر از حد متوسط در همان سال باشد، آن در گروه بالا و در غیر این صورت گروه پایین طبقه‌بندی می‌شود. نتایج نشان داده است که ۴۱۱ مشاهده در گروه عدم تقارن اطلاعاتی بالا است و ۳۴۹ مشاهده در گروه پایین دسته‌بندی می‌شود. نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که نقدشوندگی در بین شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و کم تفاوتی با هم ندارند.

جدول ۴- آزمون پترنوستر برای شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی.
Table 4- Paternoster test for companies with information asymmetry.

```
. di "T_liq="T_liq " pT_liq="pT_liq
T_liq=.12696633 pT_liq=.8990009

. di "F_liq="F_liq " pF_liq="pF_liq
F_liq=.01612045 pF_liq=.8990009
```



۸ـ نتیجه، بحث و مقایسه

نتایج نشان داد در سطح اطمینان ۹۰ درصد بین نقدشوندگی و سرمایه‌گذاری آتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به بیانی با افزایش نقدشوندگی، فرصت برای سرمایه‌گذاری آتی کاهش می‌یابد. نتایج پژوهش مخالف با نتایج پژوهش بکرـ بلس و پایول[1] (۲۰۰۶)، مونوز[2] (۲۰۱۳) و الحسن و ناکا (۲۰۲۰) است. بکرـ بلس و پایول (۲۰۰۶) معتقدند شرکت‌هایی که جزء ۵۰۰ شرکت بازار باشند به علت اقبالشان در بازار دارای قدرت نقدشوندگی بالاتری هستند که همین امر موجب می‌شود آن‌ها در آینده دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالاتری باشند. مونوز (۲۰۱۳) دریافت که نقدشوندگی به طور مثبت بر سرمایه‌گذاری‌های آتی تأثیرگذار است و در شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های دارای نسبت بازار به دفتری کمتر دیده شده است، بالاتر می‌باشد که البته با نتایج پژوهش متناقض است. چراکه در محیط اقتصادی ایران تفاوتی بین اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار شرکت‌ها وجود ندارد. براساس مبانی نظری هرچه نقدشوندگی سهام در بازار بالا باشد دلیلش می‌تواند اقبال آن سهم در بازار باشد که این امر موجب می‌شود تا ارزش شرکت‌ها در بازار بالاتر رود و اعتباری بالاتری را کسب نمایند. از این‌رو می‌توانند وجوه مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری‌های آتی را کسب کنند. این در حالی است که نتایج در ایران مخالف مطالب یاد شده حاصل شده است. شاید دلیل آن استراتژی مدیران جهت کاهش تعارضات نمایندگی باشد. سهامداران در این شرایط (یعنی توفیق در بازار و کسب ارزش بالاتر) به دنبال کسب منافع بالاتر هستند (مانند توزیع سود) تا خروج جریان‌های نقدی برای سرمایه‌گذاری آتی.

همچنین می‌توان بیان داشت شرکت‌هایی که دارای جریان نقد آزاد بالاتری هستند می‌توانند از این فرصت برای سرمایه‌گذاری مناسب آتی استفاده کنند. همچنین فروش بالاتر می‌تواند برای شرکت‌ها جریان نقد بالاتری را خلق کنید که این امر موجب می‌شود تا فرصت سرمایه‌گذاری آتی افزایش یابد که نتایج این متغیرها با تحلیل الحسن و ناکا (۲۰۲۰) مطابقت دارد. درحالی‌که برخلاف نتایج الحسن و ناکا (۲۰۲۰) اهرم مالی در پژهش حاضر دارای رابطه مثبت می‌باشد.

۹ـ پیشنهادهای پژوهش

۹ـ۱ـ پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش می‌توان پیشنهادهای زیر را مطرح ساخت:

- براساس نتیجه فرضیه پژوهش حاضر، به مدیران که به دنبال رشد هستند پیشنهاد می‌شود که به افزایش نقدشوندگی از طریق استراتژی‌هایی مانند تقسیم‌بندی بازار و ... توجه ویژه داشته باشند.
- به همین ترتیب، به سیاستگذاران پیشنهاد می‌شود که در بازارهای که دارای نقدشوندگی نسبتاً پایین‌تری هستند، باید راه‌هایی برای افزایش نقدشوندگی جهت کمک به تحریک و رشد بازار مطرح سازند، به‌ویژه برای شرکت‌های با فرصت‌های رشد کم که اساساً با دسترسی محدود به سرمایه نیز مواجه هستند.
- همچنین سیاستگذاران می‌توانند برای افزایش نقدشوندگی از استراتژی‌های مانند آزادسازی یا بازار سرمایه آزاد برای سرمایه‌گذاران خارجی و تنظیم مقررات آرامش‌بخش برای ورود به بازار استفاده کنند.

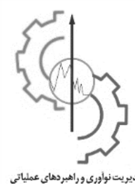
---

[1] Becker-Blease and Paul
[2] Munoz

۹ـ۲ـ پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

جهت انجام پژوهش‌های آتی، می‌توان پیشنهادهای زیر را بیان داشت:

– اثر تعاملی محدودیت‌های تأمین مالی در نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی مورد مطالعه قرار گیرد.
– اثر تعاملی شاخص توسعه اقتصادی همچون GDP نیز مورد بررسی قرار گیرد چراکه توسعه اقتصاد می‌تواند بر رونق بخشیدن کل بازارها مؤثر باشد.



منابع

Abbasi, E., & Rajabpour, A. (2013). Measurement of stock liquidity criteria surrounding capital raising decisions. *Journal of investment knowledge*, *2*(8), 105-120. (in Persian) http://jik.srbiau.ac.ir/article_7535.html?lang=fa

Abzari, M., kabiripour, V., & Soheili, S. (2014). The effects of liquidity on stock return by controlling investment styles: new approach with a multidimensional measure. *Journal of accounting knowledge, 4*(15), 79-103. (in Persian)

Ahmadpour, A., & Baghban, M. (2015). The Relation between Asset Liquidity and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange. *Empirical research in accounting, 4*(4), 61-77. (in Persian) doi: 10.22051/jera.2015.1895

Aitken, M.J. & Winn, R. (1997). *What is this thing called liquidity*? Working Paper. Securities Industry Research Centre of Asia-Pacific Sydney, Australia.

Alhassan, A., & Naka, A. (2020). Corporate future investments and stock liquidity: Evidence from emerging markets. *International review of economics & finance, 65*, 69-83.

Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics, 17*(2), 223-249.

Amihud, Y., Mendelson, H., & Pedersen, L. H. (2006). *Liquidity and asset prices*. Now Publishers Inc.

Aslami, G., & Honardust, A. (2016). Cross-sectional stock returns, market liquidity risk, and financial market anomalies. *Financial research journal*, *18*(1), 185-200. (in Persian) doi:10.22059/jfr.2016.59625

Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics*, *107*(3), 797-817.

Becker-Blease, J. R., & Paul, D. L. (2006). Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions. *Financial management, 35*, 35–51.

Chauhan, Y., Kumar, S., & Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *The north american journal of economics and finance*, *41*, 70-81.

Chung, H. H., Wynn, J. P., & Yi, H. (2013). Litigation risk, accounting quality, and investment efficiency. *Advances in accounting*, *29*(2), 180-185.

Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, *59*(4), 1553-1583.

Elahi, Gh. (2012). Study of the relationship between dividend distribution policies with different liquidity criteria and non-liquidity factor in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Master's thesis: Islamic Azad University of Arak Branch. (in Persian)

Foroughnejad, H., Moradi Joz, M., Heidari, H., & Masoumi Khanghah, G. (2016). Stock liquidity, investment efficiency, and firm's performance: evidence from Tehran stock exchange. *Journal of investment knowledge*, *5*(18), 179-196. (in Persian) http://jik.srbiau.ac.ir/article_8624.html?lang=en

Gadiri Moghadam, A., Salehi, M., & Rahimian, Z. (2016). Investigating the relationship between investment and stock market liquidity at different levels of opportunities and financial crisis in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *First international conference on management and economic cohesion in urban development*, Tabriz, Iran. (in Persian) https://civilica.com/l/6542/

Hejazi, R., Mosavi, M. H., & Daneshvar Mofrad, M. (2015). The effect of market, liquidity and momentum on major stock price changes. Fina*ncial accounting and auditing research, 7*(26), 1-19. (in Persian) http://faar.iauctb.ac.ir/article_513989.html

Hosseini Nia, S., & Ghanbari, M. (2016). Investigating the relationship between financial constraints and stock liquidity in companies listed on the Tehran stock exchange. *Fourth international conference on management, accounting with value creation approach*. (in Persian) https://civilica.com/doc/582710/

Kang, M., Wang, W., & Eom, C. (2017). Corporate investment and stock liquidity: Evidence on the price impact of trade. *Review of financial economics*, *33*(1), 1-11.

Kazemi, H., & Heydari, A. (2013). Relationship between stock liquidity and investment opportunities. *Financial knowledge of securities analysis*, *5*(4), 29-39. (in Persian) http://jfksa.srbiau.ac.ir/article_3032.html

Keynes, J. M. (1930). *Treatise on money: Pure theory of money Vol. I*. Macmillan, London.

Khojasteh, M., & Tehrani, R. (2017). Asset pricing model on the basis of liquidity risk factor. *Financial knowledge of securities analysis*, *10*(35), 1-17. (in Persian) http://jfksa.srbiau.ac.ir/article_10660.html?lang=en

Largani, M. S., Zamani, M., Imeni, M., & Kaviani, M. (2013). Determine the effects of fundamental variables and mass behaviors in changes of stock price (evidence from Iran Stock Exchange). *Asian journal of finance & accounting, 5*(1), 274. 288.

Loukil, N. (2015). Stock liquidity, feedback prices, and asset liquidity: evidence from the Tunisian stock market. *Journal of applied business research (JABR)*, *31*(2), 407-416.

Munoz, F. (2013). Liquidity and firm investment: Evidence for Latin America. *Journal of empirical finance, 20*, 18–29.

Nikbakht, M., & Eskandari, G. (2016). The relationship between intellectual capital, adjusted economic value added and stock liquidity. *Accounting and auditing review*, *22*(4), 541-560. (in Persian) doi: 10.22059/acctgrev.2016.56251

Nobahar, N. (2009). Investigating the relationship between liquidity and stock returns in the market. *Master Thesis, Faculty of Management, University of Tehran*. (in Persian)

ندافی و پور علی/ مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، دوره ۱، شماره ۳، صفحه: ۲۶۹ـ۲۸۳

Orihara, M. (2017). Stock market listing and corporate policy: Evidence from reforms to Japanese corporate law. *Pacific-basin finance journal*, *43*, 15-36.
Özkaya, H. (2021). Earnings management and stock liquidity: evidence from turkey. in comparative research on earnings management, *Corporate governance, and economic value* (pp. 66-84). IGI Global. DOI: 10.4018/978-1-7998-7596-3.ch004
Pourali, M. R., Imeni, M., & Taherpour, G. R. (2013). The study of relationship between institutional shareholders and firm cash conversion cycle (CCC): evidence from Tehran stock exchange (TSE). *International research journal of applied and basic sciences, 4* (9), 2735- 2741.
Samadi Lorgani, M., & Imeni, M. (2013). The relationship between working capital management and cash holding companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of management accounting and auditing knowledge, 2*(5), 39-52. (in Persian)
Setayesh, M., Kazemnejad, M., & Zolfaghari, M. (2011). Investigating the effects of disclosure quality on stock liquidity and cost of capital of the companies listed in Tehran stock exchange. *Journal of financial accounting research, 3*(3), 55-74. (in Persian) https://far.ui.ac.ir/article_16921.html?lang=en
Xiong, J. (2016). Stock liquidity and firm investment-evidence from Chinese listed companies. *Journal of business theory and practice*, *4*(1), 2329-2644.
Zamani, SH. & Faghani, P. (2016). Calculating the liquidity of Tehran Stock Exchange and examining the factors affecting it. *Financial management perspective*, *6*(15), 61-80. (in Persian) http://jfmp.sbu.ac.ir/article_94930.html?lang=fa